

A FUNDAMENTAÇÃO JURÍDICA DO MERCADO DE CAPITAIS

Prof. Dr. Clóvis do Couto e Silva

A fundamentação jurídica do mercado de capitais consiste no conjunto de normas e princípios que ele mesmo gera, como elemento protetor, disciplinador e assecuratório de suas operações. As instituições jurídicas novas que nascem em resposta aos problemas por ele postos enquadram-se dentro das categorias mais gerais, como pertencentes, algumas, ao direito público e outras ao direito privado. O mercado de capitais estabelece, quando visto como totalidade de suas relações, uma ordem de cooperação entre institutos de ambos os setores, notadamente entre direito administrativo da economia, direito financeiro e direito civil e comercial.

Daí decorrem implicações que alteram, muitas vezes, as figuras ou modelos do direito privado, ao serem utilizados como instrumentos financeiros, exigindo novos quadros societários adequados à circulação de títulos e valores. Seria ilusório pensar que essas transformações se dirigem somente à função dos modelos do direito privado, matéria a que Friedmann⁽¹⁾ dedicou especial atenção. Em verdade, elas tocam a própria compreensão tradicional de sistema, linear e simétrica, com base na proposição direito subjetivo é igual a direito subjetivo em todo o direito privado. Tem-se hoje, ao contrário, que o direito privado é um conjunto de sistemas abertos, estruturados segundo campos funcionais dotados de diversos graus de "privaticidade" e "publicidade"⁽²⁾ e de relações que a seu turno denotam, em sua estrutura, também diferentes graus de pessoalidade e de patrimonialidade.

A valorização da "publicidade" na esfera do direito privado pode suscitar um controle específico do Estado, pois a importância de certas operações, seu volume e o número de pessoas que elas abrangem, transcende à esfera dos participantes e interessa à própria sociedade.

Como o interesse público, até certo ponto, pode ser quantificado, resulta um tratamento jurídico diferenciado para os diversos institutos, permitindo afirmar que a proposição da igualdade de todos os direitos subjetivos têm apenas valor metodológico, mero problema de linguagem, já que sob esse conceito se inserem poderes, pretensões e ações de intensidade diversa, e simples competências.

O conjunto de normas do mercado de capitais se localiza em campo em que se manifesta elevado grau de publicidade, no qual os instrumentos aperfeiçoados para melhor circulação se conjugam com uma adequada garantia de suas operações, sobre tudo isso, exige-se um bem disciplinado controle estatal.

Os princípios que nosso mercado está submetido podem ser enumerados da seguinte forma: controle estatal das instituições financeiras que nele operam, que pode ser cautelar, quando, por exemplo, permite ou veda a emissão de ações ou debêntures; ou repressivo, quando pune as instituições que transmitirem afirmações falsas. Pode ser também ativo (intervenção fiscal) quando através de benefícios fiscais favorece a abertura do capital das empresas, ou canaliza as poupanças individuais para o mercado de capitais através de incentivos. A influência desse controle pode restringir o poder de negociação das partes, limitando, assim, a sua autonomia, seja quanto às cláusulas do próprio contrato, seja quanto ao lugar onde devem ser transacionados os títulos, como sucede com as debêntures conversíveis em ações. O segundo elemento que o mercado exige é a estabilidade da moeda. Nos países em que existe forte inflação, é necessário a substituição do princípio nominalista da moeda, pelo valorista. É necessário que se ponha em atividade um mecanismo de rápida execução das garantias de suas operações, com a progressiva substituição das execuções judiciais pelas extrajudiciais. Por outro lado, o mercado de capitais não cumprirá sua função sem um adequado sistema de informações, não só das transações, como também do estado econômico das empresas isoladamente, ou do grupo. Além da implementação desses requisitos, transformando-os em algo de orgânico, impõe-se ainda o aperfeiçoamento dos tipos de sociedade, e dos instrumentos jurídicos que servem ao mercado de capitais.

Não é possível afirmar a existência de um modelo jurídico geral para o mercado de capitais. O conjunto de normas que o regula varia entre os diversos países, uma vez que as suas exigências impõem uma adaptação progressiva das normas e princípios existentes às novas realidades econômicas.

I

O MERCADO DE CAPITAIS E SEU CONTROLE

Nem sempre é fácil definir o que seja mercado. Partindo para análise de uma definição de Steffan⁽³⁾, tem-se que mercado é a coincidência da proposta e da aceitação para a troca de bens. Em consequência, cada bem tem o seu mercado. Encarado globalmente, mercado seria a soma de todos os mercados parciais formados pela coincidência da proposta e da aceitação com

a finalidade do escambo de bens. Essa definição de um economista tanto poderia ser de mercado quanto de um contrato, como a compra e venda em que se realiza o escambo de coisas e de preço enlaçando ambos os figurantes num vínculo jurídico, de que fluem direitos e obrigações. A afirmação de que cada bem tem o seu mercado lembra, por igual, a classificação jurídica das coisas em bens comerciáveis e fora do comércio, que nos vem do direito romano.

As coisas não comerciáveis nos dias atuais diminuíram extraordinariamente, de modo que a afirmação estaria correta.

O direito romano distinguia e ainda hoje se distinguem, as coisas corpóreas, físicas, que podiam ser tocadas, das coisas incorpóreas, nas quais se incluía, entre outras, a obrigação, tanto vale dizer, em termos mais modernos, também o próprio crédito.

O crédito como bem ou coisa incorpórea tem, por igual, o seu mercado, que pode ser, segundo uma classificação, mercado de dinheiro e de capitais. A distinção entre ambos os conceitos é objeto de inúmeras discussões, mas as diferentes necessidades econômicas e os instrumentos jurídicos específicos constituem elementos suficientes a que se possa desenhar uma linha divisória, nem sempre precisa, entre eles.

O tempo conta, nesse caso, como um dos fatores necessários à classificação. As necessidades econômicas podem ser de curto, médio ou longo prazo. Uma empresa pode necessitar de investimentos duradouros, construção de uma fábrica, a execução de um projeto complexo, ou algo semelhante, e, em outros casos, a necessidade é temporária, para fazer frente à uma iliquidez momentânea. Normalmente, os bancos comerciais atendem a essa última situação e o mercado que corresponde a essa operação de crédito a curto prazo é o mercado de dinheiro.

O mercado de capitais é o mercado a longo prazo, de debêntures e ações, da emissão e da circulação dos valores mobiliários, dos meios de financiamento duradouros e da participação. Pela sua importância, o mercado de capitais e o de dinheiro exigem instituições específicas destinadas a proteger, em primeiro lugar, a estabilidade da moeda, e com isso, o limite e a forma das diferentes transações.

Essa exigência embrionária tende de modo inevitável a concentrar-se numa instituição que se denomina de Banco Central, banco dos bancos, dotado de competência reguladora de ambos os mercados, mas sobretudo do de dinheiro.

À medida em que o mercado se desenvolve, a questão da segurança da moeda se põe sempre com mais evidência, sendo que, em alguns sistemas, o banco central é livre de qualquer interferência política, constituindo uma "magistratura" da moeda, um poder autônomo juridicamente protegido.

Entre nós, o órgão de maior grau, disciplinador de nossa economia, é o Conselho Monetário Nacional ⁽⁴⁾, que tem como autarquia executiva e fiscalizadora de suas determinações o Banco Central do Brasil. A competência do Conselho Monetário Nacional abrange ambos os tipos de mercado, mas é mais importante no campo do mercado do dinheiro, ao regular através de mecanismos específicos (depósitos compulsórios, faixas de redesconto, "open market", etc.) a moeda escritural, disciplinando diretamente o mercado de capitais, pois como Adolf Weber afirmou, com propriedade, o mercado de dinheiro é ante-sala do de capitais⁽⁵⁾. Na lei sobre o Banco Nacional Austríaco (1955) determinou-se expressamente⁽⁶⁾ que a sua competência fundamental se localiza no mercado de dinheiro, e no direito bancário germânico, embora não se afirme expressamente, tem-se a mesma solução⁽⁷⁾. Do exame comparativo dos dispositivos da lei nº 4.728, que rege o mercado de capitais, verifica-se que nesse campo as funções do Banco Central são mais relevantes, uma vez que, embora caiba ao Conselho Monetário Nacional disciplinar o mercado de capitais⁽⁸⁾, protegendo os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas, e impedindo modalidades de fraude e manipulação na oferta de títulos ou valores mobiliários, é ao Banco Central a quem compete, entre outras, registrar títulos e valores mobiliários para o efeito de sua negociação nas Bolsas de Valores e as emissões de títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais⁽⁹⁾. Em outros sistemas, não há divisão de competências entre dois órgãos governamentais, pois toda ela cabe dentro do próprio Banco Central, que é assim o disciplinador do mercado, de regra através de um Conselho e de uma direção que executa as ordens emanadas daquele órgão⁽¹⁰⁾.

II

O PRINCÍPIO VALORISTA

Um dos requisitos necessários para que o mercado de capitais possa operar é a estabilidade da moeda. Sem moeda estável não pode haver interesse na aquisição de títulos de médio e longo prazo. Demorado período de inflação desestimula este tipo de investimento, e gera um comportamento hostil a essas operações, que não se supera em pouco tempo. Anote-se, ainda, que nos países mais adiantados, como nos Estados Unidos, a política da distribuição e expansão da propriedade de títulos em favor do maior número de pessoas não alcançou o sucesso que se imagina. E o problema parece estar não só na manipulação dos instrumentos financeiros, como sobretudo na pesquisa da conduta dos particulares, da sua motivação, em face do dinheiro, da propriedade e da posse⁽¹¹⁾.

Estatísticas demonstram que lá apenas uma minoria possui renda em dividendos de ações ou outros títulos. Se assim se pronuncia um autor do porte de Schmölders relativamente aos Estados Unidos e à própria Alemanha bem se compreende a dificuldade de institucionalizar o mercado de longo e médio prazo em nosso país. A primeira medida foi alterar, parcialmente, o sistema nominalista da moeda expresso em nosso Código Civil⁽¹²⁾, adotando o sistema de duas moedas, numa das quais vigora o princípio valorista, para certos negócios. Com essa amplitude, não consta que algum país tenha adotado, em nossos dias, este sistema⁽¹³⁾.

Na atualidade, praticamente todos os sistemas jurídicos adotam o sistema nominalista. Nas épocas de inflação, de grave crise econômica, a jurisprudência por vezes procura abrandar o rigor do princípio nominalista, admitindo-se convenções sobre o valor da moeda, de tal sorte que a prestação se acomode às variações do poder de compra. Historicamente, antes do papel moeda, prevaleceu o princípio valorista, e o dinheiro, ao tempo da concepção metalística, não se distinguiu, quanto ao tratamento jurídico, das demais coisas fungíveis.

O direito normara com certa igualdade, nessa fase, o dinheiro e todas as demais coisas fungíveis. Quando se pôs ênfase na função que o dinheiro exerce e da qual ele recebe o seu valor, como meio legal de pagamento, ele se afastou de seu substrato e, nessa mesma medida, triunfou o sistema nominalista. Se, por um lado, é certo que o dinheiro tem de existir ainda quando independentemente do Estado, como necessidade que se apresenta quando a sociedade atingiu um certo ponto de desenvolvimento, por outro lado não é menos correto afirmar que em nossos dias a moeda se apresenta sob forte interferência estatal. Nos países europeus essa interferência dirigiu-se à manutenção do valor nominal, sob o pressuposto de que a aplicação da correção monetária esmaeceria a confiança na política econômica do país "la monnaie est un drapeau"⁽¹⁴⁾. Entre nós triunfou posição diversa. Como já se aludiu, foram muitas, no direito brasileiro, as leis sobre correção monetária. O número foi tão elevado que se pode dizer que vigora entre nós um sistema jurídico de duas moedas, pois simultaneamente temos o sistema nominalista e o valorista. No mercado de capitais, e, em parte no mercado de dinheiro, há na atualidade o princípio valorista que corresponde a uma moeda de valor estável. Seria desnecessário dizer que sem essa providência não haveria possibilidade de institucionalizar o mercado de capitais, pois ninguém poderia adquirir títulos ou valores sujeitos a uma forte inflação. A criação por outro lado desse sistema haveria de constituir-se no conduto natural por onde fluiriam as poupanças privadas já que qualquer outra aplicação de dinheiro sofreria os efeitos da desvalorização da moeda⁽¹⁵⁾.

No campo onde vige o princípio do valor nominal da moeda a

questão principal posta aos nossos juristas foi a da admissibilidade das denominadas cláusulas de revalorização. Em outros termos, a dúvida consistia em saber se, por convenção, se poderia regular o valor das prestações em dinheiro nos contratos de tal modo que o seu "quantum" variasse segundo os índices da inflação.

A resposta pendeu pela afirmativa, pois o princípio nominalista não seria de ordem pública, vigorante, apenas, na ausência de manifestação de vontade⁽¹⁸⁾.

Apesar de assim haverem pensado muitos autores, a jurisprudência continuou vacilante, negando sempre a possibilidade quando se tratasse de contrato de mútuo. Não havendo uma posição firme jurisprudencial, o benefício da correção monetária atingia somente os negócios jurídicos realizados nos setores de nossa economia anteriormente referidos, consistindo em precioso estímulo para o funcionamento do mercado de capitais.

III

A ESTRUTURA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E OS NEGÓCIOS DE EMISSÃO

As exigências de operação do mercado de capitais suscitaram modificações profundas na estrutura das sociedades anônimas, não só quanto à nova disciplina do capital, novas classificações de sociedades, como também quanto aos tipos de ações.

O modelo que presidiu as disposições de nossa Lei de sociedades por ações em nada diferia, substancialmente, dos demais modelos europeus, quanto aos poderes da diretoria, da assembléia geral e aos tipos de ação. As grandes transformações nessa matéria começaram a ocorrer após 1945, quando, por influência do direito norte-americano e inglês, novos tipos de ação começaram a surgir, e também as regras sobre capital fixo foram progressivamente alteradas. As sociedades anônimas eram do tipo familiar, sem abertura ao público, e portanto necessitando nos aumentos de capital da subscrição dos próprios acionistas, que se multiplicavam apenas por direito de sucessão. Nas bolsas de valores circulavam, de regra, apenas títulos de dívida pública e muito raramente ações de sociedades. Em tais condições, o modo de operar, do ponto de vista econômico, não diferia essencialmente do das sociedades por quotas, já que a possibilidade de utilização do mercado de capitais não existia. A diretoria era, em conseqüência, onipotente, e as alterações no comando dessas sociedades eram pura matéria de política das próprias famílias de acionistas, ou reflexos de seus próprios problemas, não sendo raro afir-

mar que a sucessão ou o desquite de algum acionista influente se constituíram em causas próximas de crises de poder dentro dessas sociedades.

Essa situação tende a alterar-se com a criação dos bancos públicos de desenvolvimento, notadamente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, e da missão econômica americana que difundiu novas práticas nessa matéria. Começa-se, então, a falar em projetos econômicos e de novas técnicas de subscrição de ações como meio de financiamento; surge o "underwriting". A Resolução 26/56 do Conselho de Administração do BNDE afirma que os empreendimentos que interessam ao desenvolvimento econômico não se realizam com plena eficiência, através das modalidades até agora adotadas de financiamento e garantia. Por isso, como a instalação de indústrias básicas depende de prazo de carência muito grande no período da execução do projeto, permitiu-se ao Banco "subscriver ações durante este prazo de carência, para colocá-las no mercado de títulos quando a oportunidade se apresentar".

Certo é que o DL 7.583, de 25/5/1945 e o DL 9.603, de 16/8/1946 já se referiam às sociedades de crédito, financiamento e investimento, mas essas novas sociedades, especializações bancárias, somente foram minuciosamente reguladas, e tomaram impulso, a partir da Portaria nº 309, de 30 de novembro de 1959, da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), transformada, posteriormente, em Banco Central do Brasil⁽¹⁷⁾.

Adotou-se, em conseqüência, o sistema de especialização das instituições financeiras. A sua origem pode ser encontrada, numa distinção entre bancos de depósito e bancos de especulação.

Em alguns países, os bancos operam em todas as faixas de negócios e por isso são eles denominados de bancos universais. Em outros, há o princípio oposto, da especialização das instituições de crédito, nos termos como foi disposto pela Portaria 309, posteriormente alterada quanto a esse aspecto.

Segundo o que nela se dispõe, "as sociedades de crédito e financiamento têm por objetivo praticar operações que se relacionem com a concessão de crédito a médio e longo prazos, enquanto as de investimentos se destinam a operar no mercado de valores mobiliários, isto é, com ações, debêntures, letras hipotecárias, partes beneficiárias, ou títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal"⁽¹⁸⁾.

Posteriormente foi editada a lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que alterou sensivelmente os tipos de ação constantes em nossa lei de sociedades anônimas, bem como o tipo de sociedades, dispondo sobre as sociedades anônimas de capital autorizado. Permitiu-se assim que as sociedades anônimas cujas ações sejam nominativas ou endossáveis, possam ser consti-

túfdas com capital subscrito inferior ao autorizado pelo estatuto social. Essa disposição possibilitou a transformação dos fundos condôminos em sociedades anônimas, tal como explicitamente se afirmou no art. 50 da lei nº 4.728. Com o sistema de capital fixo, não seria possível se constituírem societariamente os fundos, de tal sorte que os condôminos dos fundos separados, com esse procedimento, tornam-se acionistas. O fundo é o próprio patrimônio da sociedade. Por sua vez, para flexibilidade das operações seria necessário atribuir, como se fez, a faculdade de, em certos casos, poder a sociedade adquirir as suas próprias ações.

Permitiu-se, em conseqüência, que as sociedades anônimas de capital autorizado pudessem adquirir as próprias ações, com recursos provenientes de lucros acumulados ou capital excedente, sem que isso importasse em redução do capital subscrito⁽¹⁹⁾. A diferença estaria somente no caso de liquidação, em que todo o patrimônio da sociedade anônima, constituído pela carteira diversificada de títulos, responderia pela totalidade das dívidas da sociedade⁽²⁰⁾. Para esta solução, a lei 4.728 constituiu-se em profunda reforma da lei sobre Sociedades Anônimas. Esse mesmo caráter tem a aludida lei no referente ao problema da emissão de ações. O direito de preferência, vigorando de modo absoluto na lei sobre Sociedade por Ações⁽²¹⁾, impedia que se pudesse emitir ações ao público, sem que primeiramente o aludido direito fosse exercitado pelos acionistas. Como o processo de emissão de ações ao público obrigatoriamente é feito por subscrição de instituições financeiras, isoladamente ou em consórcio, tudo se tornava extremamente difícil. Por todos esses motivos, a lei 4.728⁽²²⁾ exigiu que o estatuto da sociedade com capital autorizado regulasse obrigatoriamente a emissão e colocação das ações, com ou sem preferência para os acionistas da sociedade e as condições do exercício do direito de preferência quando houver.

Permitiu-se, assim, a própria exclusão do direito de preferência, embora seja obrigatória a prévia audiência do Conselho Fiscal da sociedade emissora, quando a emissão se processar por deliberação da Diretoria⁽²³⁾.

A construção jurídica das sociedades de capital autorizado apresenta certos problemas de técnica jurídica, não só quanto à constituição, como também quanto ao aumento do capital. Normalmente a ação existe juridicamente com o registro do estatuto, posteriormente à subscrição e a deliberação da assembléia. Quanto à constituição da sociedade, não se dispensam esses requisitos. Todavia, no caso de aumento de capital autorizado manifesta-se situação diversa. Nesse caso, a regra jurídica é a de que elas poderão "aumentar o seu capital autorizado, independentemente de subscrição ou com subscrição imediata de apenas parte do aumento"⁽²⁴⁾.

É preciso distinguir entre aumento nominal e real do capital. O aumento nominal por incorporação de reservas livres não altera para mais o patrimônio da sociedade e independe, portanto, de subscrição. O aumen-

to real tem efeitos totalmente diversos já que entram novos valores apreciáveis economicamente na sociedade.

A diretoria da sociedade anônima de capital autorizado tem competência exclusiva de aumentar o capital, sendo pressuposto de eficácia desse aumento a audiência do Conselho Fiscal. Não se exige porém a aprovação do aludido Conselho, de modo que pode este órgão da sociedade manifestar-se contrariamente, que nem por isso deixará de ser eficaz o aumento. Ele não se integra por uma dupla manifestação de vontade de órgãos diversos nem se constitui, por igual, num "doppel Tatbestand". O aumento de capital é, em qualquer caso, um ato de autonomia, de auto regramento, e de gestão dos negócios sociais⁽²⁵⁾.

Em alguns sistemas jurídicos, deu-se maior participação ao Conselho Fiscal na estrutura do poder dentro das sociedades anônimas exigindo-se para emissão de ações, que encham parte ou o todo do capital autorizado, a aprovação do Conselho Fiscal⁽²⁶⁾. O capital autorizado, enquanto não emitidas ou subscritas as ações, não tem nenhum significado jurídico. Representa, tão somente, o direito de admitir novos acionistas⁽²⁷⁾, independentemente da convocação da assembléia geral⁽²⁸⁾. A subscrição das ações ao público constitui o que se denomina de "underwriting" e tem de ser realizada através de instituições financeiras subscritoras⁽²⁹⁾, ou seja, através de bancos de investimento, sociedades de crédito e investimento e sociedades corretoras⁽³⁰⁾. As emissões podem ser tomadas por uma dessas instituições, isoladamente ou em consórcio. Em alguns países, as emissões podem servir ao dirigismo econômico do estado, sendo admitidas apenas quando em conformidade com a política econômica governamental⁽³¹⁾, constituindo-se, também, em elemento de planificação.

Nosso mercado de capitais exige como requisito para futura emissão de títulos mobiliários o registro da pessoa jurídica de direito privado no Banco Central, com minuciosas informações do estado econômico da empresa, com parecer de instituição financeira sobre os elementos oferecidos ou de auditor independente. Cumpridas essas formalidades, impõe-se ainda o registro da própria emissão no Banco Central, sendo que o pedido tem de ser feito por uma instituição financeira⁽³²⁾. As emissões podem recair não somente sobre ações, mas também relativamente aos demais títulos e valores mobiliários, como debêntures, conversíveis, ou não, em ações. Nesse último caso, há de exigir-se que a sociedade beneficiária com o lançamento seja de capital autorizado. Embora o art. 44 da lei 4.728 se refira genericamente a toda e qualquer sociedade anônima⁽³³⁾, na verdade as debêntures conversíveis em ações só se amoldam ao sistema das sociedades anônimas de capital autorizado, tanto mais quanto se dispensou, como teria de ocorrer, a deliberação da assembléia em cada caso de conversão. Nas sociedades de capital autorizado

tem a direção o direito de admitir novos acionistas com aumento do capital social. No caso de debêntures conversíveis em ações, transferiu-se esse direito ao tomador. A sua categoria jurídica é de direito formativo modificativo, cujo exercício supõe forma qualificada prevista no § 4 do art. 44, que se substancia em manifestação de vontade inserta em documento particular, com a quitação da obrigação⁽³⁴⁾, resultando do exercício da opção o aumento de capital. Diversamente da emissão das ações, as debêntures somente podem ser colocadas ao público nas Bolsas de Valores, excetuando-se, apenas, os lugares em que não exista aquela instituição⁽³⁵⁾; pertencem, portanto, ao mercado de circulação. O mercado do lançamento de ações é o mercado de emissão, via de regra, fora da bolsa. Há muito de costume nessa diferenciação. No século passado, nos mercados europeus, o lançamento de ações era feito, em sua maioria, na bolsa.

A emissão de títulos ou valores mobiliários suscita diversas relações entre a sociedade e a instituição de crédito subscritora, que variam de intensidade e importância. Por vezes, a instituição financeira se limita a emprestar seus "guichets", dar o melhor de seus esforços para colocação dos títulos, mediante uma comissão. Há também a subscrição firme, "prise ferme", em que todos os títulos ou ações são tomados para posterior colocação ao público. Nesse caso, a instituição financeira emissora se substitui à sociedade. Por fim, é possível garantir o saldo da emissão⁽³⁶⁾.

A autonomia da vontade em matéria de emissões pode ser limitada em razão do registro no Banco Central⁽³⁷⁾. O aludido registro é ato administrativo formador de relações jurídicas privadas, já que sem ele a emissão não se pode realizar, e o próprio contrato de emissão não tem eficácia. A sua vez, o ato administrativo que se corporifica no registro é discricionário, embora se exija o preenchimento de diversos pressupostos relativos ao lançamento. Apesar disso, não se regrou a respeito de quais as cláusulas possíveis em matéria de emissão. Poderia a sociedade subscritora por exemplo, apor ao contrato uma "cláusula de risco", a respeito de modificação substancial do mercado, por motivo de acontecimentos extraordinários de natureza política, ou econômica, ou, ainda, em razão de medidas de estado que lhe permitisse resolver a subscrição? Poderia a sociedade subscritora assumir a colocação firme apenas de parte da emissão, reservando-se o direito de opção quanto as demais ações, para ser exercido apenas depois da colocação das primeiras? ⁽³⁸⁾. Toda essa matéria não encontra obstáculo legal, pois não se regrou a respeito.

O volume econômico da subscrição pode exigir que essas emissões sejam realizadas através de consórcio, como especificamente foi disciplinado na lei 4.728⁽³⁹⁾, o que se constitui em técnica de divisão de riscos. Esses consórcios podem servir para lançamento ao público de debentures con-

versíveis em ações⁽⁴⁰⁾, para aceite ou coobrigação em títulos cambiais, ou para colocação no mercado de valores mobiliários.

O problema dos consórcios sempre foi difícil de resolver em nosso sistema jurídico, notadamente os consórcios não societários. Em alguns sistemas jurídicos, as sociedades civis não são pessoas jurídicas, e o consórcio não personificado é considerado como sociedade civil. No direito germânico sucedeu isso, e essa foi a qualificação dada pela totalidade dos autores.

Alguns problemas surgiram em matéria de consórcio de emissão ou de subscrição. Como se trata de sociedade civil, no direito germânico, os sócios deveriam ser solidariamente responsáveis pelas obrigações assumidas pelo consórcio. Uma vez que essa situação é extremamente gravosa, já que o consórcio se organiza justamente para dividir os riscos, desde cedo os banqueiros começaram a responsabilizar-se apenas pela sua quota⁽⁴¹⁾.

Essa mesma limitação ocorre em nosso país, freqüentemente, nos negócios de emissão. O art. 15 da lei 4.728 estabelece regras sobre todos os tipos de consórcio. Entre as disposições obrigatórias, mais adequadas aos consórcios não societários, está a de que o contrato de consórcio há de conter "as condições e limites da coobrigação de cada instituição participante, a designação da instituição líder do consórcio, e a outorga a esta, de poderes de representação dos demais participantes"⁽⁴²⁾. Com essa exigência evitam-se todas as discussões a respeito da solidariedade dos figurantes do consórcio, pois exige-se obrigatoriamente que se estabeleçam os limites de responsabilidade ou do risco de cada um deles. Deu-se, portanto, no particular ampla faixa de autonomia às partes.

IV

OS FUNDOS ABERTOS DE INVESTIMENTO E O DIRIGISMO DAS POUPANÇAS PRIVADAS

Um dos aspectos mais importantes dos fundos mútuos de investimentos é que eles constituem uma massa de bens em condomínio, composta de valores mobiliários e títulos de renda fixa, inclusive letras de câmbio aceitas por instituições financeiras (Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito e Financiamento e do tipo misto)⁽⁴³⁾. O fundo compõe-se de uma carteira diversificada, devendo constituir-se em elemento normalizador e antecíclico do mercado. É possível construir, como já se aludiu, em nosso direito esses fundos sob a forma de sociedade anônima de capital autorizado. A

preferência recaiu sobre os fundos não personificados, sob a forma de condomínio. A construção jurídica dessa última figura é extremamente difícil, posto que é necessário examinar a posição jurídica do administrador, a natureza jurídica do condomínio, que não parecem seguir os conceitos tradicionais de nosso direito civil e comercial. Não se pode, por outro lado, desprezar a importância econômica que, em conjunto, esses fundos adquiriram no país. A regulamentação desses condomínios abertos apresenta elevado índice de "publicidade" e devem ser os Fundos, por essa mesma razão, submetidos a um controle estatal de maior amplitude. São para eles que se endereçam grande parte da poupança popular. Por esse motivo, o Regulamento anexo à Resolução nº 145 estabeleceu normas precisas a respeito da constituição, administração, operação e publicidade de seus atos.

Esses fundos se compõem e justificam através da distribuição do risco, exigindo, em consequência, uma carteira diversificada; opõem-se a qualquer tipo de especulação. Para garantia de que esses objetivos devam ser alcançados, a Resolução 145 interferiu profundamente na formação do contrato entre os administradores do fundo, mandatários dos condôminos⁽⁴⁴⁾ e os inversores, determinando inclusive o cumprimento de requisitos indispensáveis ao recibo de compra de quota⁽⁴⁵⁾, fixando a data de sua emissão⁽⁴⁶⁾, e exigindo sempre que a subscrição da quota somente venha a ocorrer após a efetiva incorporação do dinheiro, em títulos ou valores mobiliários, ao Fundo⁽⁴⁷⁾.

Juridicamente, o fundo mútuo, isto é, com admissão progressiva e ilimitada de associados ("open end"), aos quais se conferiu o direito de realizar a sua quota (resgate), não se assemelha ao condomínio em sua forma tradicional. Este, enquanto instituto de direito das coisas, não se estabelece ou recai sobre patrimônios. Constituem-se em patrimônio especial os bens com que se organiza o Fundo, mas a unidade que aí se verifica é meramente econômica e não jurídica. Não se poderia admitir que o condomínio, clássico, conceito jurídico, viesse recair sobre frações de uma unidade econômica, pois é forma de propriedade que tem como substrato bem corpóreo. A tentativa de parificar-se o Fundo com os bens que o compõem para afirmar que o condomínio se estabelece sobre os bens "uti singuli" não parece lógica, já que podem ser simplesmente créditos, sendo impróprio afirmar-se que sobre eles recaiu alguma forma de copropriedade. No direito do mercado de capitais, pode-se dizer, em face da Resolução 145, que se estabeleceu um novo tipo de condomínio, já agora sobre o patrimônio, sendo ainda de admitir que sobre cada uma das coisas corpóreas que integram o Fundo se criou uma forma de copropriedade⁽⁴⁸⁾. Modificou-se, nesse campo, essencialmente o conceito de condomínio de nosso Código Civil, impedindo-se possam os figurantes exigir-lhe a divisão.

Igualmente importantes são os denominados fundos fiscais, resultantes do dirigismo estatal sobre as poupanças privadas.

Os fundos fiscais foram instituídos pelo DL 157, de 10 de fevereiro de 1967, que permitiu, em seu art. 2º, que "os Bancos de Investimentos, as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, e as Sociedades Corretoras, membros das Bolsas de Valores, autorizados pelo Banco Central da República, vendessem certificados de compra de ações, sendo facultado aos Bancos de Investimentos, em lugar da venda de certificados, receber depósitos."

Os recursos de que se compõem os fundos fiscais são resultantes de deduções permitidas no Imposto de Renda. Facultavam-se essas deduções ao tempo do DL 157 às pessoas físicas e jurídicas, beneficiando-se, na atualidade, com a redução do imposto apenas as pessoas físicas⁽⁴⁹⁾. Os fundos fiscais não estão submetidos a todas as regras estabelecidas para os Fundos Mútuos de Investimento⁽⁵⁰⁾, pois se previu, para estes, toda uma organização, cujo ápice está na assembléia dos condôminos.

Os fundos fiscais estão submetidos aos princípios gerais a respeito de Fundos, tais como a diversificação obrigatória de sua carteira, recebendo o investidor, que optou pela dedução, um certificado correspondente ao investimento.

Pelo sistema do DL 1214, que alterou o DL 157, em diversos lugares, o contribuinte, que optou pela dedução, tem de recolher a totalidade do Imposto de Renda devido na declaração, sendo a parcela correspondente ao incentivo depositada "ex officio", em conta especial do Tesouro Nacional, junto ao Banco do Brasil⁽⁵¹⁾. Feito o depósito autenticado por uma cautela, tem o contribuinte, já agora titular de um crédito, de apresentá-la à uma instituição financeira para que esta realize o saque correspondente ao aludido crédito, para aplicar o seu produto em carteira diversificada, que forma o conteúdo do Fundo Fiscal. De modo semelhante com o que sucede com os fundos abertos, exarou-se a regra da diversificação dos valores mobiliários que o fundo deve conter. Formam o conteúdo dos Fundos Fiscais, a partir do DL 1214, debêntures conversíveis em ações novas ou ações novas de empresas de médio e pequeno porte, cuja definição compete ao Conselho Monetário Nacional⁽⁵²⁾. Em termos jurídicos, o aspecto mais importante da "intervenção fiscal", ou do "dirigismo econômico sobre as poupanças privadas", está na natureza jurídica da dedução, e também na qualificação do próprio fundo e de seu administrador. A dedução é manifestação de vontade que tem categoria jurídica de ato em sentido estrito, pois os efeitos são taxativamente impostos pelo DL 1214. Não repugna aos atos em sentido estrito, terem os seus efeitos condicionados, desde que a condição seja "conditio juris". Como

a dedução do imposto somente vigora desde que se realize o investimento, a "conditio juris" é resolutiva, isto é, não aplicada a dedução, ela se desfaz, e o crédito, constante em conta especial no Banco do Brasil, se extingue.

Tanto vale dizer, aquela importância transformou-se em pagamento de parcela do imposto de renda. A qualificação jurídica desse fundo é também de condomínio, já que ele não se confunde com o patrimônio das instituições financeiras que o administram.

Todavia, a figura jurídica do administrador difere essencialmente em ambos os tipos de Fundo. Enquanto nos Fundos Mútuos, flexíveis⁽⁵³⁾, o administrador é mandatário dos condôminos⁽⁵⁴⁾, o mesmo não sucede nos Fundos Fiscais, em que o administrador tem essa qualificação por direito autônomo⁽⁵⁵⁾, detendo, portanto, uma posição fiduciária quanto aos poderes de administração.

V

A EXECUÇÃO EXTRAJUDICIAL DAS GARANTIAS

A lei nº 4.728 introduziu em nosso direito positivo a figura da alienação fiduciária, posteriormente alterada pelo DL 911, de 1º de outubro de 1969. A alienação fiduciária é uma figura nova em nosso sistema jurídico, suscetível de inúmeras discussões doutrinárias, quanto à sua natureza, âmbito de aplicação e efeitos. A alienação fiduciária supõe a existência de um crédito, ao qual a transmissão de propriedade de um bem assegura a solução. Constitui-se, de modo igual ao que sucede com o penhor e a hipoteca, em negócio jurídico acessório. A diferença jurídica entre a aludida alienação fiduciária e os direitos reais de garantia está em que nestes o que se constitui é, apenas, um gravame real, e naquela figura há transmissão de propriedade. Esta transferência não constitui espécie de adimplemento, pois se ela fosse realizada "solvendi causa", extinto ficaria o crédito. Essas transmissões em garantia podem constituir-se em negócio fiduciário porque transmitindo-se a propriedade ao credor, com ou sem constituto possessório, dá-se a ele mais do que seria necessário, para garantia de seu crédito, pois se atribuiu a propriedade plena, ainda que resolúvel. A situação do credor que adquire esse "plus" é a de titular de uma relação jurídica fiduciária. Pode haver certa graduação de efeitos na transmissão de propriedade do bem, através da alienação em garantia, e isso ocorre nos sistemas que não normaram a figura.

Pode-se transferir apenas com a obrigação de restituir; nesse caso, o fiduciário terá mais liberdade em dispor do bem. Entre nós, a alienação fiduciária em garantia tem sua estrutura regrada, e o modelo dentro do âmbito do mercado de capitais é composto de regras cogentes, ou seja, ela não pode ser estabelecida de outra forma que não a prevista. É o que dispõe o art.

66 da lei 4.728, com a redação do DL 911: "a alienação fiduciária em garantia transfere ao credor o domínio resolúvel e a posse indireta da coisa móvel alienada, independentemente da tradição efetiva do bem, tornando-se o alienante ou devedor em possuidor direto e depositário com todas as responsabilidades que lhe incumbem de acordo com a lei civil ou penal".

A particularidade da alienação fiduciária está em que ela outorga ao credor e proprietário o dever de, não paga a dívida, alienar o bem privadamente, tanto vale dizer, ele não se consolida no seu patrimônio. Por igual, nula seria a posição de uma "cláusula de comisso" no contrato de alienação fiduciária, de modo semelhante ao que sucede com os direitos reais de garantia.

É tradição de nosso direito a execução judicial dos direitos reais de garantia, com a única exceção do penhor, quando se convencionou a venda da coisa empenhada pelo credor⁽⁵⁶⁾. A primeira exceção a esse princípio aparece com a lei 4.728⁽⁵⁷⁾, em que se permitia a venda privada, como meio de execução da alienação fiduciária em garantia, seguindo-se-lhe o DL 70, de 21 de novembro de 1966, que criou as cédulas hipotecárias destinadas a atender o financiamento de construções no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação. As hipotecas constituídas de acordo com as normas do DL 70, quando não houver sido pago o crédito que elas garantem, "poderão à escolha do credor, ser objeto de execução na forma do Código de Processo Civil (arts. 298 a 301) ou deste Decreto-lei (arts. 31 a 38)".

A diferença entre as regras da execução extrajudicial da alienação fiduciária em garantia e os princípios que comandam as execuções extrajudiciais das hipotecas no âmbito estabelecido pelo DL 70, está em que, no primeiro caso, é o próprio credor quem aliena; e, no segundo, de regra, é um "tertius", escolhido negocialmente, o denominado agente fiduciário⁽⁵⁸⁾, que não deve manter vínculo com o credor ou devedor.

A execução extrajudicial das garantias assume, assim, no direito do mercado de capitais, aspectos relevantes, outorgando maior número de faculdades ao credor.

No processo judicial, procura-se sempre proteger ao devedor, submetendo o bem à licitação pública, o que não acontece nos casos de execução extrajudicial da alienação fiduciária em garantia⁽⁵⁹⁾.

A tendência que se observa na legislação sobre o mercado de capitais é a de permitir que as execuções se realizem dentro do possível, de modo extrajudicial. Nas vendas de coisas móveis aos consumidores utiliza-se praticamente sempre a alienação em garantia. Por igual, no regime de construções no Sistema Financeiro da Habitação, permite-se a execução extrajudicial das hipotecas, sistema que provém do direito inglês, desde o "Lord Cransworth's Act" de 1885.

VI O DEVER DE INFORMAÇÃO

Um dos problemas fundamentais para a segurança das transações está nos dados que se possam obter sobre as empresas. Essa necessidade opõe-se a uma antiga tradição de que a "intimidade" das sociedades, os seus negócios, constitui-se em objeto de seu exclusivo interesse. A colocação de títulos no mercado exige que se tenha uma idéia aproximada da situação dos negócios e de seu desenvolvimento. Cria-se aos administradores e membros influentes da sociedade, em alguns sistemas, o dever de não transmitirem fatos irreais ou inverídicos que possam influir sobre os títulos e prejudicar seus eventuais tomadores, como se dispôs no direito norte-americano⁽⁶⁰⁾. A regra refere-se aos "insiders", isto é, àquelas pessoas que em razão de suas funções ou posição, (diretores, conselheiros, grandes acionistas) têm acesso às informações mais importantes da sociedade. As legislações mais modernas têm submetido as sociedades anônimas a auditorias independentes, e não raro esses auditores têm o dever de transmitir informações à Bolsa⁽⁶¹⁾.

A posição do auditor independente varia de importância dentro de cada ordenamento. A auditoria pode ser meramente contábil ou pode abranger os principais negócios, exarando, dentro de certos limites, juízo de valor sobre transações realizadas pela direção, e as medidas tomadas para compensação dos danos. Vai-se, por vezes, mais longe ainda e vincula-se o resultado da auditoria, desde que coincidente com o parecer do Conselho Fiscal que a ele se segue, com o direito dos acionistas de demandar em juízo. A auditoria independente cresce de valia no mercado de capitais, pois tem-se hoje o dever de informar sobre atos importantes de uma sociedade como instituto de segurança geral, segundo afirma certo autor⁽⁶²⁾.

A transmissão não qualificada de dados a respeito da empresa poderia causar sérios danos a concorrência. A seu turno, tem-se como integrante de nosso sistema jurídico o direito geral de personalidade, direito ao sigilo, sobre atos que possam diminuir a respeitabilidade de alguém perante o público, regra essa aplicável a toda e qualquer pessoa, e atendidas as peculiaridades também às pessoas jurídicas. Fora dessas exceções, não há porque não transmitir dados que evitem prejuízos a um número considerável de pessoas.

Em nosso sistema de mercado de capitais, temos a figura do auditor independente criado pela Lei 4728⁽⁶³⁾, ao mesmo tempo em que se deu competência ao Conselho Monetário Nacional para expedir normas ge-

rais relativas à natureza, detalhe e periodicidade da publicação de informações sobre a situação econômica e financeira da pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria de seu capital votante". Essas informações constituem-se em um dos requisitos para o registro das sociedades no Banco Central, sem o que os seus títulos ou valores mobiliários não podem ser negociados nas Bolsas de Valores⁽⁶⁴⁾. Uma vez registrada a sociedade no Banco Central, facultou-se ao aludido Conselho Monetário Nacional regulamentar também as informações necessárias, a serem prestadas periodicamente, destinadas à manutenção do aludido registro⁽⁶⁵⁾. Conferiu-se competência ao Banco Central para fiscalizar a observância dessas disposições⁽⁶⁶⁾ e também sobre a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso⁽⁶⁷⁾. Esse dispositivo refere-se à utilização pelos "insiders" de seus conhecimentos sobre fatos ainda não divulgados em proveito próprio ou de terceiros, tais como modificação na política de dividendos, ou uma possível fusão, com aumento dos valores das ações de uma das sociedades, etc.

NOTAS

- (1) Law in Changing Society (1959)
- (2) v. Raiser, Die Zukunft des Privatrechts (1971), especialmente págs. 29 e segs. Sobre o conceito de "público" diverso de estatal e de privado vd. H. Krüger, Allgemeine Staatslehre, pg. 347 (1964). A diferença está em que nem tudo que transcende a alguns particulares diga respeito imediatamente ao Estado. Três são os elementos e três as órbitas de interesse: indivíduo, sociedade e Estado, que se predicam como interesse privado (indivíduo), público (sociedade) e estatal (Estado). Tal seja o grau de publicidade pode haver interferência estatal, porque o que toca a muitos é quase como o que toca a todos.
- (3) Begriff und Funktion des Realcredits, in Handbuch des Realcredits (1963), pág. 89
- (4) Lei n.º 4.595, de 31/12/64, art. 1.º e segs., Lei n.º 4.728, de 14/7/1965, art. 1.º
- (5) Spindler/Becker/Stärke, Die deutsche Bundesbank, pág. 258 (1969)
- (6) art. 54
- (7) Spindler/Becker/Stärke, Die deutsche Bundesbank, pág. 258
- (8) art. 1.º, art. 2.º, II, III
- (9) art. 3.º, V, VI
- (10) Assim no Deutsche Bundesbank, BGBl, de 26/1/1967, § 5 e segs.

- (11) Schmölders, Eigentum und Eigentumspolitik, in Eigentum und Eigentümerpolitik, I, pág. 213 e segs. (1960)
- (12) art. 1061
- (13) A correção monetária estendeu-se extraordinariamente, a partir de 1964. Assim a lei 4.937 (1964) a institui quanto às dívidas ativas da União Federal; D. 58.400 (1966) quanto às dívidas do Imposto de Renda, e muitos outros casos. No que respeita ao mercado de capitais, foi ela instituída nos casos de letra de câmbio ou nota promissória, com saque, aceite ou emissão dos Bancos Privados de Investimento e Desenvolvimento ou Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (lei 4.728, 1965), art. 27, I (aos depósitos a prazo fixo em favor dos Bancos Privados de Investimento e Desenvolvimento (lei 4.728, art. 28); aos empréstimos concedidos pelos Bancos Privados de Investimento e Desenvolvimento (lei 4.728, art. 29, IV); nas debentures subscritas ou colocadas pelos Bancos Privados de Investimento e Desenvolvimento (Res. 18 -1966); às debentures e obrigações emitidas pelas S. A. (lei 4.728, art. 28); aos títulos de renda fixa (DL 403/1968), art. 2º, § 2º), etc.
- (14) Simitis, Bemerkungen zur rechtlichen Sonderstellung des Geldes, Acp 159, pág. 422 (1961)
- (15) Ao lado da correção monetária adotou-se, com resultados, o sistema de câmbio flexível, no comércio internacional, com periódicas desvalorizações da moeda, de modo a ajustá-la ao valor do dólar. Essa medida havia sido sugerida por vários economistas para resolver os problemas do F.M.I., no início da década de 1960, pois no aludido Fundo o câmbio é fixo. (Hahn, Geld und Kredit, (1960) e Sohmen, Flexible Exchange Rates, (1961).
- (16) Pontes de Miranda, Tratado de Direito Privado, v. 50, pág. 478
- (17) Lei nº 4.696, de 31/12/1964, art. 8º; DL 278, de 28/2/1967, art. 1º
- (18) Não é fácil dizer o que seja a curto ou médio prazo. No que respeita às sociedades de crédito e financiamento, curto prazo é período inferior a 6 meses (Portaria 309, IX). Curto prazo, se dizia, na Resolução 5/53, do BNDE, o período de tempo de 120 a 180 dias. A diversidade de prazos se prende ao problema dos financiamentos adequados. Tem-se que integrar o conceito de financiamento a sua adequação com o objeto ou o fim a que se destina. O financiamento para aquisição de imóveis tem de ser a longo prazo; mas o financiamento para capital de giro das empresas, ao revés, há de ser a curto prazo. Em consequência, o financiamento que não for adequado não é financiamento, pois não é suficiente, nem definitivo; é financiamento prévio, ou preliminar. O mercado de capitais atende ao financiamento adequado de médio ou longo prazo. O mercado financeiro atende ao financiamento preliminar, e também ao definitivo do capital de giro das empresas, às necessidades de crédito a curto prazo.
- (19) Lei 4.728, art. 47
- (20) Schäcker, Entwicklung und System des Investmentsparans (1961), pág. 28
- (21) DL 2627, art. 78, d; art. III
- (22) art. 46, III
- (23) art. 46, III, § 4º
- (24) Lei 4.728, art. 45, § 1º
- (25) Godin-Wilhelmj, Kommentar zum Aktiengesetz (1971) II, § 202, pág. 1166
- (26) Lei de Sociedades por Ações alemã (1965), § 202, alínea 3ª
- (27) Corpus Juris Secundum, t. 18, vb Corporations, pg. 619
- (28) Lei 4.728, art. 45, § 3º
- (29) Lei 4.728, art. 5 e 16
- (30) Portaria 309, I; Lei 4.595 (1964), art. 17; DL 157 (1967), art. 2º; Resolução 88 (1968), VI e XIII

- (31) Huber, *Wirtschaftsverwaltungsrecht* (1954), II, § 84 pág. 268
- (32) Lei 4.728, art. 5^o; Resolução 88
- (33) Ressalta essa mesma idéia do § 6^o do art. 44, quando regula o direito de preferência dos acionistas das sociedades anônimas de "capital subscrito", contrapondo esta espécie a de "capital autORIZADO" (art. 44, § 7^o).
- (34) Resolução 109 (1969)
- (35) Resolução 109 (1969), XVI. A responsabilidade pelo lançamento é sempre dos Bancos de Desenvolvimento, federais, estaduais e interestaduais, e dos Bancos de Investimentos (III), mas a distribuição e colocação no mercado, inclusive a subscrição para esse fim, poderá ser feita apenas pelas entidades previstas no art. 5^o da lei 4.728.
- (36) Há também em alguns países subscrições fiduciárias, em que a instituição financeira é "trustee", da sociedade emissora e do público comprador, por largo espaço de tempo (Lousouarn-Bredin, *Droit du Commerce International*, pg. 380 (1969)).
- (37) Lei 4.728, art. 3^o, V; Resolução 88 (1968), XII e segs; para as debentures conversíveis em ações, Resolução 109.
- (38) Delorme-Hoesrich, *Konsortial und Emissiongeschäft*, (1971), pág. 55
- (39) arts. 15 e 16
- (40) Resolução 109, III
- (41) Steinrücke-Scholze, *Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken* (1956), pág. 97
- (42) Estas regras não impedem que haja sub-participação de sociedades que estão fora do consórcio, com um ou alguns dos figurantes no consórcio. A sub-participação é, assim, mera relação interna, e apenas com o figurante do consórcio com quem ela foi contratada (partícipe principal do contrato de sub-participação). No silêncio deste contrato, tem-se que as determinações do partícipe principal são vinculativas para o sub-partícipe. Nas emissões, pode obrigar-se o sub-partícipe a adquirir o saldo não colocado, por exigência do partícipe principal. Em princípio, não tem o sub-partícipe direito a adquirir, só o fazendo por exigência do outro figurante. No direito germânico, a aquisição do sub-partícipe é originária (Trost-Schütz, *Bankgeschäftliches Formularbuch*, 1959, pág. 216), ou seja, por subscrição, e entre nós, derivada, isto é, depois de subscrito o título. Em nosso direito, por força do disposto no aludido art. 15 da lei 4.728, somente podem subscrever as instituições integrantes do contrato de consórcio registrado no Banco Central, vedando-se a outras sociedades efetuar a subscrição. A sub-participação não se confunde com as sociedades em conta de participação. Nesse último caso, quem subscreve é o sócio ostensivo, e não oculto.
- (43) Resolução 145 (1970), art. 24; Resolução 164 (1970), I, V
- (44) Estes Fundos podem ser administrados pelos Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras (Resolução 145, art. 4).
- (45) Resolução 145, art. 23
- (46) Resolução 145, art. 20
- (47) Resolução 145, art. 21
- (48) Schäcker, *Entwicklung und System des Investmentsparens*, pág. 73
- (49) DL 1214, de 26 de abril de 1972. Este DL estabeleceu alíquotas diferenciadas de dedução segundo o montante da renda anual, sendo de 24% para aqueles que houvessem obtido rendimento bruto até vinte mil cruzeiros, decrescendo as alíquotas de dedução até 12% para os que atingissem rendimento bruto superior a setenta mil cruzeiros. Vd. nosso trabalho "A natureza jurídica dos Contratos Cogentes e dos Incentivos Fiscais", R.C.G.E.R.S., 2, 13-28.
- (50) Resolução 145, art. 43

- (51) DL 1214, art. 1º
- (52) DL 1214, art. 3º, § 3º
- (53) Resolução 146, art. 7º
- (54) Resolução 146, art. 3º
- (55) DL 1214, art. § 3º
- (56) Cód. Civil, art. 1774, III, "in fine"
- (57) art. 66, § 5º; DL 911, art. 2º: Pode ainda o proprietário fiduciário ou credor utilizar-se do processo judicial de busca e apreensão (DL 911, art. 3º).
- (58) DL 70, art. 30, I e II. Este aspecto está examinado em nosso trabalho, "Hipoteca no Direito Comparado".
- (59) A execução das hipotecas no regime do DL 70 é feita por meio de leilões públicos, de modo semelhante ao que sucede com as execuções judiciais (arts. 32 a 34).
- (60) Security Exchange Commission, Rule 10, b-5: "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality for interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange (2) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading".
- (61) Assim sucede na França, Decreto de 12 de agosto de 1969, art. 67
- (62) Fischer, Die Reform des Aktiengesetz, AcP (1955), pág. 233
- (63) art. 20, § 1º, b
- (64) Lei 4.728, art. 20, II. A fonte de todos esses dispositivos é a "Securities Exchange Act" (1934), § 12. O § 16 da "SEC" exige ainda que cada pessoa que dispuser mais de 10% de ações de uma sociedade, bem como cada membro da direção ou do conselho fiscal da sociedade emitente, informe mensalmente sobre as modificações que tenham ocorrido com as ações de sua propriedade.
- (65) Lei 4.728, art. 20
- (66) Lei 4.728, art. 3º, VII
- (67) Lei 4.728, art. 3º, X